

**2021.03.09**

分析师：周君芝  
登记编号：S1220520100004  
联系人：谢文迪、马家进

**摘要：**

近期大宗商品价格异动，指向本轮通胀周期迥然有别于以往。相较通胀指标本身，我们更关注通胀背后的驱动因素及通胀指标反映的经济状态。

本文首先理清本轮通胀驱动力较之前有何不同，其次判断当前通胀所处阶段，最后通过三组情境假设大致描绘出未来通胀走向。

**● 探讨通胀周期之前我们先来看中美通胀驱动因素的差异**

**（一）中国通胀（PPI）**的核心驱动因素在于投资端。更确切地说，驱动中国通胀的最核心力量来自于房地产固定资产投资，基建投资起次要作用。与投资端相关的产品主要包括采矿类及黑色、有色等基本金属。

**（二）美国通胀（CPI/PPI）**的核心驱动因素在于消费端。运输项价格波动是美国 CPI 的主要驱动因子，背后反映的是油价的变化。这意味着原油系产品能够更好反应发达国家整体消费情况。

**（三）中美通胀差异的根源**在于中美产业结构不同。美国企业偏向能源化工品类生产，中国企业偏向金属类别商品生产。

**● 本轮通胀周期与 08 年以来传统通胀周期存在明显差异**

**（一）传统通胀有哪些数据规律？**数据上可以观察到中国房地产销售面积拐点领先于商品价格拐点，M1 增速领先商品价格增速。

**（二）为什么传统通胀以中国地产销售拐点为信号？**2001 年以来中国成为世界工厂，2008 年以后历次化解产能压力过程中，中国都积极配合货币宽松和地产调控政策放松，以居民杠杆来承接企业杠杆。经济有所修复才会对应通胀价格修复。而全球修复看中国，中国修复看房地产能否加杠杆。正因如此，2008 年以来历次经济修复和通胀周期上行，均以中国房地产销售向上拐头为信号。

**（三）本轮通胀驱动力有何不同？**中国地产投资对通胀贡献下降，本轮通胀驱动力主要在于欧美等发达国家的消费扩张。只不过物价见底上行初期，通胀动力来自欧美经济体财政货币宽松撬动的耐用品消费需求；随着疫苗见效之后，通胀动力来自于全球经济常态化供需修复。

VISIT...

LANZAROTE  
*Caliente*.COM

## ● 当前处在通胀上行的哪个阶段？

本轮通胀上行表现出非常有趣的三个特点，通胀预期上行大幅快于实际通胀，金属价格上涨快于石油价格，实际通胀上行快于核心通胀。

**第一个阶段**是通胀预期快速上行，铜铝等基本金属价格同步走强，这一阶段的主线是海外耐用品消费拉动基本金属需求走强。

**第二个阶段**是实际通胀快速攀升，原油及相关能化工业品价格快速上行。这一阶段中疫苗有效且普及，全球交运需求回暖，刺激原油价格和实际通胀的上升。

**第三个阶段**是核心通胀快速上行，服务业及就业修复。这一阶段对应疫情负面扰动基本完全消退，服务业消费回到正轨，核心通胀朝上甩动。

短期来看 OPEC+的供应政策相对克制，石油价格仍然具有上涨的空间。目前我们正处实际通胀快速上行阶段，即本轮通胀上行的第二阶段。

## ● 未来中美通胀的演绎趋势以及所需关注的重点

我们分别假设三种经济和政策组合，对螺纹钢、铜、原油做出相应的价格判断。根据螺纹钢、铜和原油价格，我们进一步预测得到未来中美通胀的大致走势。

**（一）通胀曲线比较重要。**预测模型结果显示，美国 PPI 将在 4 月触尖，中国 PPI 在 5 月或 6 月触顶。三种假设条件下均得到中美通胀在二季度触顶。所以目前市场需要关注通胀触高以后的走向形态。不同的通胀曲线形态对政策调控有不同含义。

**（二）核心通胀走势很重要。**疫情带来 K 型经济修复，核心通胀更能反应服务业和中小企业生产经营修复程度，中美货币政策均对核心通胀有所关注。核心通胀持续快速上行，市场或将重估美国货币和财政政策。中国方面，核心通胀补涨后货币调控或更加从容锚定 PPI。由此来看，相比通胀的绝对水平高低，后续更应对核心通胀保持密切关注。

### 风险提示：

经济增长超预期；  
货币调控超预期；  
原油供给超预期。

## 目 录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 前言 .....                             | 5  |
| 1 中美通胀的核心驱动因素 .....                  | 6  |
| 1.1 中国通胀的驱动因素在于 FAI .....            | 6  |
| 1.2 美国通胀的驱动因素在于油价 .....              | 7  |
| 2 从中美物价看传统通胀周期演绎 .....               | 7  |
| 2.1 中美 PPI 映射本国产业结构 .....            | 8  |
| 2.2 传统通胀周期的演绎逻辑 .....                | 9  |
| 3 本轮通胀不同以往的三阶段表现 .....               | 10 |
| 3.1 本轮通胀第一阶段：海外消费扩张带动基本金属涨价 .....    | 10 |
| 3.2 本轮通胀第二阶段：海外交运需求恢复带动原油涨价 .....    | 11 |
| 3.3 本轮通胀第三阶段：服务消费及就业修复带动核心通胀上行 ..... | 12 |
| 4 三组商品价格假设下未来通胀判断 .....              | 13 |
| 4.1 通胀预测的三组假设 .....                  | 13 |
| 4.2 三种情境下中美通胀 .....                  | 14 |
| 5 不同通胀曲线的含义及展望 .....                 | 15 |
| 5.1 通胀曲线形态或对应不同的政策调控 .....           | 15 |
| 5.2 未来需要密切关注核心通胀的走势 .....            | 16 |
| 6 附录：中国 PPI 分项构成 .....               | 18 |

## 图表目录

|        |                                 |    |
|--------|---------------------------------|----|
| 图表 1:  | 各行业 PPI 环比: 有效波动率 .....         | 6  |
| 图表 2:  | 各行业 PPI 同比: 有效波动率 .....         | 7  |
| 图表 3:  | 美国 CPI 各项权重及贡献率 .....           | 7  |
| 图表 4:  | 中美 PPI 基本同步, 幅度上中国偏向固投类商品 ..... | 8  |
| 图表 5:  | 中国各行业营收占工业营收占比 .....            | 9  |
| 图表 6:  | 美国各行业在制造业出货金额中的占比 .....         | 9  |
| 图表 7:  | 商品房销售领先工业品价格 .....              | 10 |
| 图表 8:  | M1 领先 PPI 约 6 个月 .....          | 10 |
| 图表 9:  | 美国批发商销售额增速 .....                | 11 |
| 图表 10: | 美国制造业和采掘业产能利用率较低 .....          | 11 |
| 图表 11: | 原油价格快速上行 .....                  | 12 |
| 图表 12: | 美债收益率的两波驱动力 .....               | 12 |
| 图表 13: | 中国核心 CPI 与 PPI 分阶段回归 .....      | 13 |
| 图表 14: | 近期中国核心 CPI 与 PPI 出现分化 .....     | 13 |
| 图表 15: | 三种假设及通胀预测 .....                 | 14 |
| 图表 16: | 中国 PPI 情境预测 .....               | 15 |
| 图表 17: | 美国 CPI 情境预测 .....               | 15 |
| 图表 18: | 上一轮扭转操作效果十分显著 .....             | 16 |
| 图表 19: | 2017-18 年美国 PPI 同比出现平顶形态 .....  | 16 |
| 图表 20: | 通胀预期早于实际通胀早于核心通胀 .....          | 17 |
| 图表 21: | 可用服装和交运价格拟合核心通胀 .....           | 17 |
| 图表 22: | 中国 PPI 分项构成 .....               | 18 |
| 图表 23: | 2021 年中美通胀预测 .....              | 18 |

## 前言

2月以来原油价格快速上行,3月4日晚OPEC+宣布延长减产计划后,原油价格进一步拉升,目前油价逼近70美元的高位。而另一方面,有色金属近期创下自2011年以来的价格高点,并在高位水平上体现出较大的价格波动。黑色金属受碳达峰预期影响,近期价格出现较大幅度波动。当前大宗商品价格种种异动,指向本轮通胀周期迥然有别于以往。

通胀是我们测度经济供需状态的重要标尺。相比通胀指标本身,通胀背后的驱动因素更加值得关注。以疫情对全球经济的影响机制为出发点,本文通过三组情境假设对未来通胀增速进行预测,并最终解答三个问题。

第一,本轮通胀动力与以往几轮通胀有何不同?

第二,当前处于通胀上行的哪个阶段,本轮通胀未来如何演绎?

第三,除了绝对水平,未来我们还需关注通胀哪些细节?

## 1 中美通胀的核心驱动因素

中国 PPI、CPI 以及美国 PPI、CPI，这四个指标中唯独中国 CPI 易受食品项（猪肉）价格扰动，变动趋势与其他指标不同。不加特殊说明情况下，分析通胀主要分析中国 PPI、美国 PPI 和 CPI。

### 1.1 中国通胀的驱动因素在于 FAI

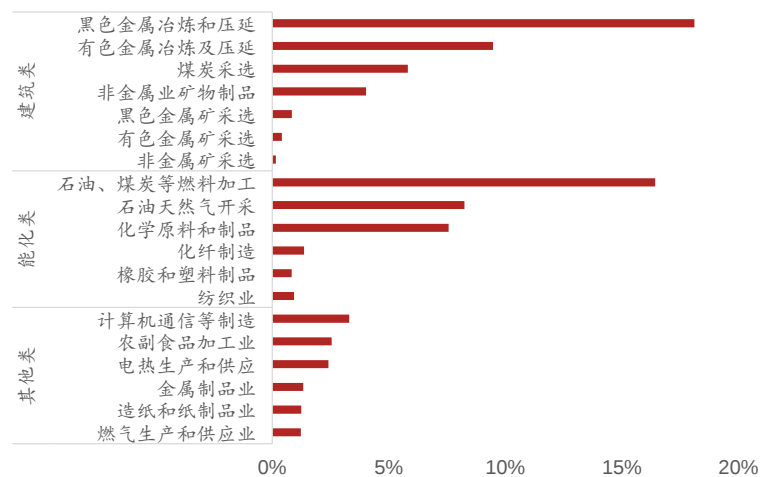
中国 PPI 内含 39 个细分行业出厂价格，各行业价格权重取决于各自销售产值。以销售产值获得权重进一步得到不同细分行业出场价格的有效波动率，测算详见本文附录。

**与固定资产投资相关（采矿类及基本金属）主要包括：**黑色金属冶炼及压延工业、有色金属冶炼及压延工业、非金属矿物制品业、黑色金属采选业、有色金属采选业、煤炭采选业、非金属矿采选业。

**与居民消费相关的行业（偏能化系）主要包括：**石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、化纤制造业、化学原料和化学制品业、橡胶和塑料制品业。

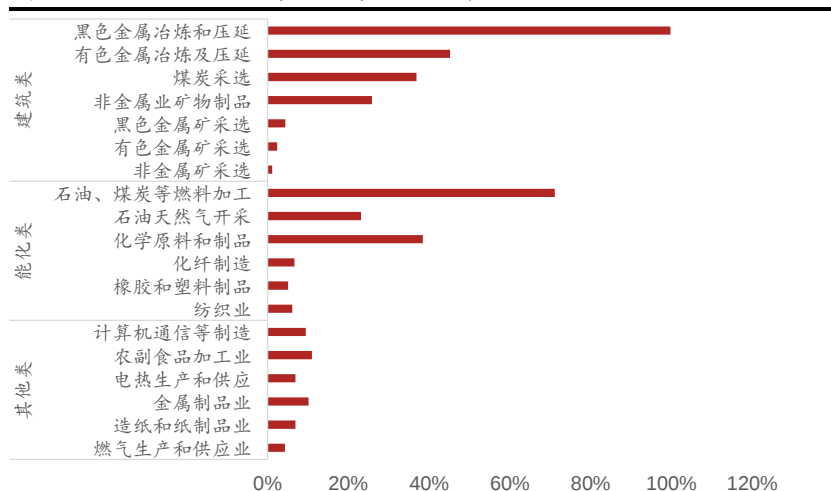
与固定资产投资相关的工业品是中国 PPI 的主导因素，贡献了同比波动的近 50%，其次是与居民消费相关的工业品（原油及能化系），贡献了同比波动的近 30%。由于原油及液体化工类产品存储属性较基本金属更弱，其价格环比的波动较大，使得居民消费相关的行业 PPI 的环比贡献率达到了近 36%。

图表1： 各行业 PPI 环比：有效波动率



资料来源：Wind；方正证券研究所。有效波动率=波动率\*权重。

图表2：各行业 PPI 同比：有效波动率



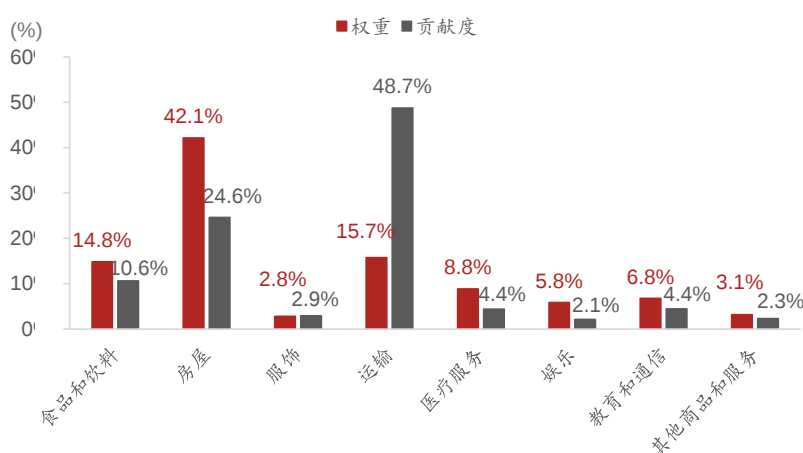
资料来源：Wind；方正证券研究所。有效波动率=波动率\*权重。

## 1.2 美国通胀的驱动因素在于油价

美国的 CPI 由食品和饮料、房屋、服饰、运输、医疗服务、娱乐、交运和通信、其他商品和服务这 8 项构成。各项权重是基于对美国城镇居民的支出占比所决定的，不同时间段的支出占比会存在细微的差异。

房屋（主要是租金）占据了美国 CPI 最大的权重，但是考虑到各项的有效波动率，运输项价格波动是美国 CPI 的主要驱动因子。运输项的背后反映的是油价的变化，即油价在很大程度上决定了美国 CPI 幅度和趋势。

图表3：美国 CPI 各项权重及贡献率



资料来源：Wind；方正证券研究所。有效波动率=波动率\*权重。

## 2 从中美物价看传统通胀周期演绎

全球经济包括全球产业链经历几多变迁，我们关注传统通胀周期，特指 08 年金融危机以后的全球通胀。



## 2.1 中美 PPI 映射本国产业结构

中美通胀高相关性主要因为上游资源品基本是全球统一定价。

最近 20 年中美两国 PPI 同比增速相关性达到 0.90，美国 PPI 与 CPI 同比增速相关性为 0.89。全球通胀高相关性背后最重要的原因在于上游大宗商品属于标准化产品，它们的价格绝大部分由全球定价，原油如此，铁矿、铜铝等有色金属亦如此。

对于相对标准化的国际大宗商品而言，国内外价差一旦拉大，市场参与者会加大对内外盘的套利操作，使不同区域的价格趋近于统一。

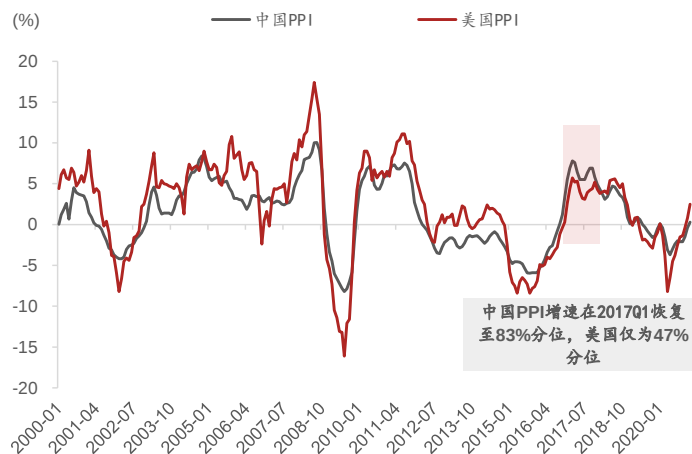
中美通胀的差异主要来自黑色商品价格变动差异。

有时候我们看到中美 PPI 波动幅度并不一致，例如 2016 年四季度至 2017 年一季度，中国 PPI 快速上升，美国 PPI 上升幅度相对较慢。因为 2016 年下半年中国供给侧改革，黑色商品（煤炭、焦炭、钢材等）价格大幅上涨。

**中美通胀差异的根源：美国企业偏向能源化工品类生产，中国企业偏向金属类别商品生产。**

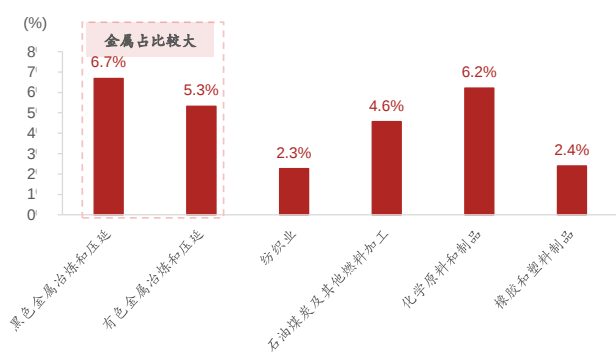
从需求结构上看，中国相对更偏向生产，美国相对更偏向消费。需求结构差异意味着二者的经济体系中核心产品不同。从通胀的相关产品结构看，中国受基本金属影响更大，美国受原油系产品影响更大。

图表4：中美 PPI 基本同步，幅度上中国偏向固投类商品



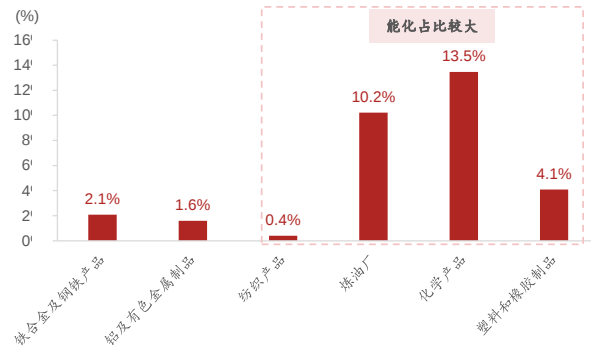
资料来源：Wind；方正证券研究所

图表5：中国各行业营收占工业营收占比



资料来源：Wind；方正证券研究所

图表6：美国各行业在制造业出货金额中的占比



资料来源：Wind；方正证券研究所

## 2.2 传统通胀周期的演绎逻辑

08年以来中美成为全球最重要的两大经济增长引擎。尤其是过去两波经济修复均以中国扩张性货币和财政政策为源头。观察08年以后全球经济周期，我们发现一些有趣的规律。

### 第一，08年以来全球通胀周期拐点同步于房地产销售周期。

把PPI增速见底作为周期向上标志，金融危机以后全球经历三波通胀，起点分别是2009年一季度，2012年三季度，2015年三季度，恰好对应中国商品房销售面积增速的三次拐头时点。

### 第二，房地产销售带动地产投资，刺激基本金属和相关建材价格上涨。

房地产销售好转会带动房地产新开工在1-2个季度后开始扩张，房地产新开工增速的高低影响钢材、水泥、PVC等工业品消费。有趣的是，中国房地产销售改善一般跟随货币宽松之后，房地产销售与M1有较好的同步性。

最终我们会在数据上捕捉到这样两组现象：第一，房地产销售面积增速领先工业品价格增速；第二，M1领先于商品价格变动。

所需注意的是，房地产销售变化并不必然传导至新开工。2018年以来，房地产销售对新开工的传导机制有所淡化，背后的原因可能来自于棚改货币化的推进和房地产企业运营方式的转变。

### 第三，中国基建投资对工业品的影响并不起决定性作用。

基建投资对商品价格影响较大可能是资本市场上一个长期以来的认知偏差，因为除了少部分工业品外，基建对通胀并不起决定性作用。

2013年后，基建投资增速持续下行。2018年受资管新规影响，基建投资加速下滑并在2019和2020年持续低位运行（3%左右）。然而基建投资趋势并不影响PPI方向，与基建投资直接相关的建筑材料甚至大幅上涨（如水泥）。由此我们可以说，2013年以后基建对工业品的价格影响有限。

为什么中国的房地产周期对全球通胀走势有很好的解释力？

2001 年以来中国逐步承担起世界工厂的角色，2008 年以后全球经济波动对应着中国企业部门资产负债表调整。2008 年以后化解历次产能压力，中国都积极配合货币宽松和地产调控政策放松，以居民杠杆来承接企业杠杆。在这个过程中，中国资产负债表修复带动全球经济重新调整。由于中国钢材、铜、铝等工业品消费占据一半左右的全球消费量，所以 2008 年以来历次经济修复和通胀周期上行，都以中国房地产销售向上拐头为信号。

图表7：商品房销售领先工业品价格



资料来源：Wind；方正证券研究所

图表8：M1 领先 PPI 约 6 个月



资料来源：Wind；方正证券研究所

### 3 本轮通胀不同以往的三阶段表现

本轮疫情对全球经济的影响和以往经济周期存在非常大的不同。一则经济的停滞以及预期修复都非常快；二则不同国家疫情控制效果不同；三则疫情对服务业及居民出行影响最大。

本轮通胀上行表现出非常有趣的三个特点，通胀预期上行大幅快于实际通胀，金属价格上涨快于石油价格，实际通胀上行快于核心通胀，具体分析详见本系列前续专题。

基本金属、石油价格以及核心通胀上行将分别体现本轮通胀周期演绎的三个阶段。目前我们处于本轮通胀第二阶段，也就是油价成为通胀的主要驱动力、实际通胀逐步向通胀预期靠拢的阶段。

#### 3.1 本轮通胀第一阶段：海外消费扩张带动基本金属涨价

国内地产对本轮通胀的驱动作用明显减弱。

粗钢、电解铝、精炼铜 2020 年产量增速分别为 5.2%、4.9%、7.4%，商品房销售面积增速、房屋新开工增速、广义基建投资增速、制造业投资增速分别仅有 2.6%、-1.2%、3.4%、-2.2%，内需对工业品的拉动显然不能解释国内诸多基本金属的价格上行。

水泥和平板玻璃基本只在国内市场流通，它们的表现可作为国内需求的极佳测度变量。2020 年水泥和平板玻璃的全年产量增速分别仅有 1.6%和 1.3%，与建筑业的需求增速相匹配，并未显示去年建筑业需求急速扩张。

### 本轮通胀上行的驱动力在于海外耐用品消费扩张。

08年以后传统通胀周期都对应着中国地产周期，与传统周期不同，本轮通胀周期受欧美经济体的需求扩张驱动，背后是欧美超常力度的财政和货币刺激。

超常规的财政和货币刺激作用下，居民可支配收入不降反升，恰逢此时防疫措施约束服务消费，欧美国家的居民将可支配收入用于耐用品消费。在这个过程中，中国承担了生产并向发达国家出口耐用消费品的角色，例如家具家电、消费电子及其零部件。

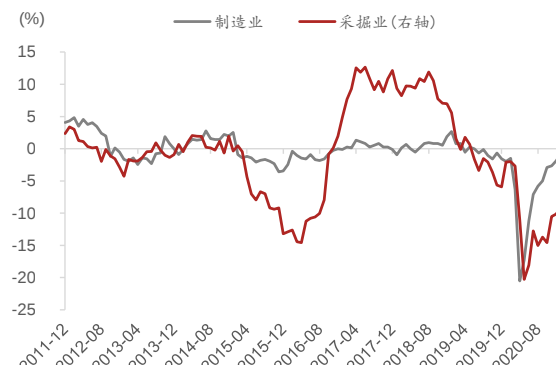
这一阶段欧美经济体的货币财政政策仍保持宽松，进一步放大了通胀预期，带动铜价上行。这也是本轮通胀周期中为何通胀预期和铜价同时快速上涨的根本原因。

图表9：美国批发商销售额增速



资料来源：Wind；方正证券研究所

图表10：美国制造业和采掘业产能利用率较低



资料来源：Wind；方正证券研究所

### 3.2 本轮通胀第二阶段：海外交运需求恢复带动原油涨价

目前处于本轮通胀第二阶段，原油价格成为通胀的主要驱动力。

去年三月至去年底，基本金属价格已经有过一轮大幅上涨。去年11月以来原油价格开始上行，并成为通胀的主要驱动力。我们知道原油约2/3需求在于交运，当前原油价格上行所对应的经济事实是欧美国家的出行经济和生产需求进一步释放。

原油价格上行阶段中，我们还可以观察两组指标变化，第一，疫苗接种比例较高的欧美经济体，他们国内的新增确诊人数下行较快，服务消费回升。第二，全球贸易维度上，鞋帽等出行相关消费品增速快速修复，生产设备、车辆零部件为代表的生产零部件相关出口也在进一步提升。短期内原油价格或仍处上行趋势，通胀也将持续上行。

低基数决定今年二季度中美两国将迎来各自通胀高峰。当然，中国通胀特指PPI。两国通胀高点能走多高，目前主要取决于未来2-3个月内原油价格可以上行到怎样的程度。

对原油绝对价格的判断非常困难，但在供给短期相对刚性的背景下价格走势大体取决于需求的改善幅度。按照疫苗接种进度推测，欧美经济体最早在今年二季度进入群体免疫。也就是说在二季度之前出行需求以及企业补库仍将推进，原油需求仍有一定支撑。

供给层面，OPEC+于3月4日晚声称在4月份延长减产计划，原油

在短期 1-2 月或将保持偏紧的格局。此外，当前页岩油产量也存在一定瓶颈，供给在短期内难以迅速放量。

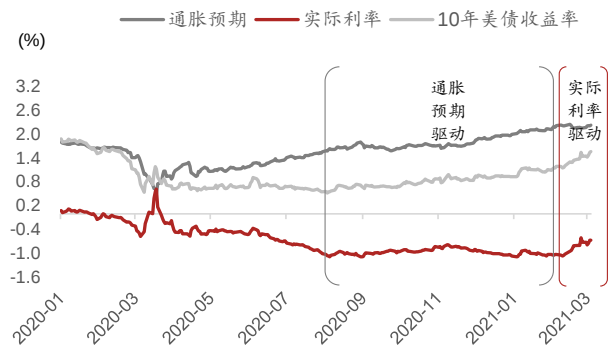
判断原油未来价格走势时，一个非常重要的观察点在于 OPEC+ 在 5 月份之后的减产计划以及减产力度。在此之前，通胀基数效应、原油需求放量都支撑 4 月之前美国 CPI 和 PPI 同比快速上行，中国 5 月之前 PPI 同比也将快速上行。

图表11: 原油价格快速上行



资料来源: Wind; 方正证券研究所

图表12: 美债收益率的两波驱动力



资料来源: Wind; 方正证券研究所

### 3.3 本轮通胀第三阶段：服务消费及就业修复带动核心通胀上行

经验上核心 CPI 与 PPI 走势基本一致。

2006 年至 2010 年，中国 PPI 对核心 CPI 的解释力达到了 0.8；2011 年至 2019 年，PPI 对核心 CPI 的解释力达到 0.66，尽管相较前一个阶段解释力度有所下降，但仍然呈现出较强的正相关关系。

本轮 PPI 和核心 CPI 出现有数据以来最大幅度劈叉。

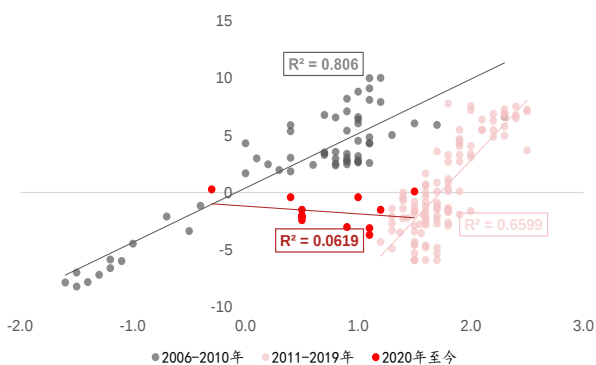
本轮核心 CPI 显著滞后的原因在于服务消费以及服务行业就业修复最慢。尤其中国 12 月以来实施就地过年政策，核心 CPI 以及服务 CPI 都受到不同程度冲击。1 月核心 CPI 快速下行 0.7 个百分点至 -0.3%，服务 CPI 下行 1 个百分点至 -0.7%。

随着疫苗效果逐步显现，服务业修复后核心 CPI 将有补涨。

然而我们认为随着疫苗的接种比例不断提升，未来出行需求进一步释放，餐饮、住宿、旅游等服务业将最终迎来快速修复，届时核心 CPI 将有上行，并成为本轮通胀上行的第三波驱动力。

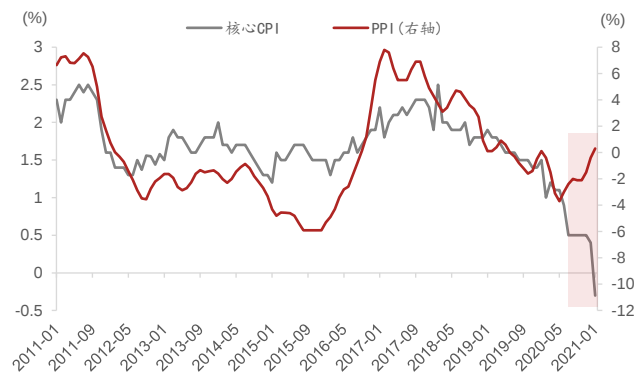


图表13: 中国核心CPI与PPI分阶段回归



资料来源: Wind; 方正证券研究所

图表14: 近期中国核心CPI与PPI出现分化



资料来源: Wind; 方正证券研究所

## 4 三组商品价格假设下未来通胀判断

商品价格的形成机制较为复杂,对通胀判断主要落脚到三组价格判断,铜价、钢价和油价。我们认为三组价格在未来一段时间内的主要驱动可能来自于政策预期的变化(对铜价的影响)、碳达峰政策(对钢价的影响)、OPEC+剩余产能的释放(对油价的影响)。按照未来不同情境演绎,我们给出三组通胀预测数据。

### 4.1 通胀预测的三组假设

#### 情境一(激进假设)。

激进情境假设:(1)二季度各国央行的货币政策相对宽松,海外通胀预期再起铜价上涨至70000元。(2)假设国内钢铁行业受益于国内碳达峰政策,螺纹价格上涨至5500元。值得说明的是,当前钢材价格已经隐含一部分碳达峰政策预期,远期盘面利润远高于现货利润。碳达峰政策对钢铁行业实质性影响未来才能看清,黑色金属价格能否进一步上行存在不确定性。既然本组是偏激进情境下的假设,不妨假设碳达峰落地后对钢铁价格影响偏正面,则未来钢铁价格进一步上行。(3)假设OPEC+供应存在限制,原油于二季度末上涨至80美元。

随着通胀压力的陡增,各国市场流动性预期在三季度有所转变,铜价逐步回落至60000元;钢材价格在下半年逐步回落至5000元;页岩油的供给逐步恢复,油价逐步回落至60美元。

#### 情境二(中性假设)。

中性情境假设:(1)二季度各国央行的货币政策相对宽松,海外通胀预期见顶,铜的月度均价上涨至63000元。(2)钢铁行业受益于碳达峰政策预期,螺纹价格上涨至5000元。(3)OPEC+供应限制,供需紧平衡,原油二季度末上涨至70美元。

随着通胀压力抬升,各国市场流动性预期在三季度有所收敛,铜价开始下行,四季度铜价逐步回落至57000元;碳达峰对于钢铁价格并未造成强力支撑,钢材价格在下半年逐步回落至4000元;页岩油供给逐步恢复,油价逐步回落至65美元。这里需要注意的是,我们对原油的假设前提是:OPEC+对产量保持持续的限制,但是又不让原油价格涨得过快,致使远期页岩油的产量增速较慢,这也是为何中性假设中对年底原油价格的预判会高于激进假设的前提。

### 情境三（保守假设）。

保守情境假设：（1）二季度各国央行的货币政策相对宽松，海外通胀预期见顶，铜的月度均价上涨至 63000 元。（2）碳达峰政策对钢材价格实质影响较小，螺纹价格上涨至 4500 元后见顶。（3）OPEC+以需定产，供需格局相对宽松，WTI 涨至 65 美元见顶。

三季度后随着货币政策的正常化，通胀预期消退，铜价跌回 51000 元；焦化行业的投产顺利进行带动钢材成本下移，螺纹跌至 3600 元；半年后高利润刺激页岩油增产迅速，OPEC 供给偏宽松，原油在四季度回落至 50 美元。

图表15： 三种假设及通胀预测

| 情境 | 外部环境                                                                                                       | 工业品价格假设（月均价，人民币）                                                                                                                    | 结果                                                                                              |
|----|------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 激进 | <ul style="list-style-type: none"> <li>钢铁供给收缩</li> <li>OPEC供应限制</li> <li>海外通胀预期再起</li> </ul>               | <ul style="list-style-type: none"> <li>螺纹逐步涨至5500，后期回落至5000</li> <li>原油涨至80美元，后期回落至60美元</li> <li>铜涨至70000，后期回落至60000</li> </ul>     | <ul style="list-style-type: none"> <li>中国PPI高点在7以上，年底回落至5左右</li> <li>美国CPI年底回落至2.7左右</li> </ul> |
| 中性 | <ul style="list-style-type: none"> <li>钢铁供给收缩</li> <li>OPEC供应偏平衡</li> </ul>                                | <ul style="list-style-type: none"> <li>螺纹逐步涨至5000，后期回落至4000</li> <li>原油涨至70美元后回落至65美元</li> <li>铜65000见顶，后期回落至60000</li> </ul>       | <ul style="list-style-type: none"> <li>中国PPI高点在6以上，年底回落至3左右</li> <li>美国CPI年底回落至3.2</li> </ul>   |
| 保守 | <ul style="list-style-type: none"> <li>碳达峰对钢价影响较小</li> <li>海外通胀预期伴随着收紧信号告一段落</li> <li>OPEC供应偏宽松</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>螺纹逐步涨至5000，后期回落至3600</li> <li>原油涨至65美元见顶，年底回落至50美元</li> <li>铜涨至65000见顶，后期回落至60000</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>中国PPI高点在7左右，年底回落至2以下</li> <li>美国CPI回落至2.2</li> </ul>     |

资料来源：Wind；方正证券研究所

## 4.2 三种情境下中美通胀

基数效应决定美国 CPI 将在 4 月触尖，中国 PPI 在 5 月或 6 月触顶。

基数效应之所以对美国和中国通胀影响节奏不一，主要原因在于去年 4 月 WTI 月均价低于 20 美元，然而中国汽柴油出厂价格未跟随原油价格而调整。所以海外原油价格低点在去年 4 月，然而中国原油系 PPI 价格基数在 5 月才见到低点。

拆分中美 PPI 结构，美国 PPI 中的原油价格权重更高，去年 4 月原油价格处于历史极低水平，也在一定程度上拉低美国去年 4 月的通胀基数。

需要注意的是，2018-2019 年间的美国 CPI 和 WTI 是同步关系，但是原油的月均价格是在 2020 年 4 月触底，美国 CPI 却是 5 月见底。我们对于美国 CPI 的预测是基于原油价格本身的波动进行测算，所以测算出的 CPI 尖顶是在 4 月，但是实际上 CPI 的尖顶有可能发生在 5 月，这个差异取决于历史基期的选取。

关注二季度中美通胀顶点的节奏错位以及通胀环比变化。

原油的基数效应下，中美通胀或在二季度表现出一定差异。美国 CPI 走势迅速上升随即大幅下滑，出现尖顶；中国 PPI 二季度可能走出一个相对平滑的顶部。

不论中国还是美国通胀，市场对于二季度通胀触顶达成一致。只是各

家机构测算方法不同导致尖顶的预测值存在差异，在油价4月份面临极高的增速情况下，测速误差可能会被放大。

再者工业品的高价格往往对应着高波动率，拿绝对值推算未来PPI相关分项的价格，偏差也不小。既然中美通胀顶部基本确定，而具体数值估算存在较大误差，所以对二季度而言，我们不需要过度关注PPI尖顶的绝对值。相比之下，通胀在二季度的环比数据较同比数据会更加重要。

#### 本文预测通胀的四点误差来源。

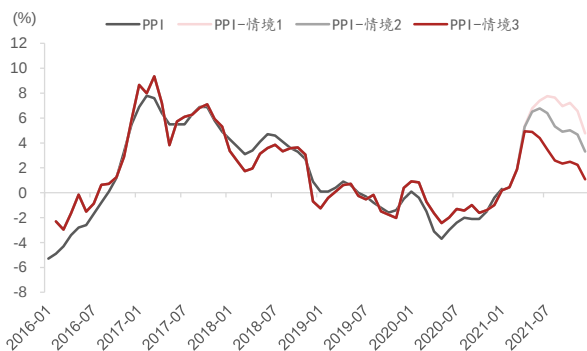
第一点误差源自于回归方法。对不同基期的工业品和通胀指数进行回归，所得斜率和截距存在一定差距。

第二点误差来自于工业价格的高波动。去年大多数工业品价格跌至2008年以来新低，2021年相关工业品价格基数效应极低。而2021年工业品价格同比增速表现极高，测算得到的通胀增速和通胀水平残值较大。

第三点误差来自于行业政策不确定性。不论是国内还是国外，黑色金属、有色金属、能源化工的供给端在当前这个时间点受政策影响较大，从而也难以对这些商品的最终价格做出准确判断。

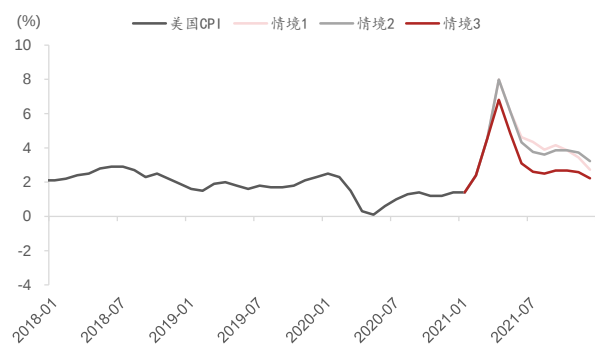
第四点误差来自于海外财政和货币政策判断不确定性。对未来通胀进行预测，必须考虑财政货币政策对总需求的影响。通胀和逆周期政策本就存在互为因果的内生关系，未来逆周期政策是否因为通胀而调整，何时调整，调整几何，本文没有给出充分考虑。

图表16: 中国PPI情境预测



资料来源: Wind; 方正证券研究所

图表17: 美国CPI情境预测



资料来源: Wind; 方正证券研究所

## 5 不同通胀曲线的含义及展望

不论假设怎样的商品价格，短期内中美通胀快速走高是比较明确的，差异无非是通胀高点的绝对值。中长期通胀走势存在变数。在诸多可能性中，我们认为有两点值得重点关注，一个是全年通胀的曲线形态，另一个未来核心通胀走势。

### 5.1 通胀曲线形态或对应不同的政策调控

目前能够确认的是，美国PPI同比将在4月之前快速冲顶。全年来看通胀可能有两种走向，一种是快上快下，一种是上行略慢下行也偏缓和。这两种不同的通胀曲线形态对政策调控有不同含义。



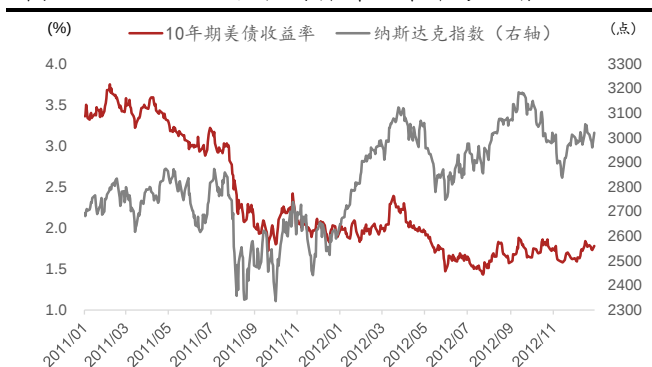
我们理解未来通胀变动幅度取决于原油供给。油价的快速上行会刺激 OPEC+ 增产，页岩油的产量也将可能会在半年后迅速恢复，随后原油价格及通胀将较快回落。反之原油供给有序释放，通胀缓慢变化。

在通胀快速上行过程中美债收益率或加速上行，届时美联储或不得不采取相关行动，防止通胀和利率上行过快对经济造成负面冲击，市场或许能够看到期待已久的扭转操作或收益率曲线控制。

相反，如果 4 月之后原油供给有序释放，OPEC+ 剩余产能下滑，原油价格上行幅度趋缓，基数效应下 4 月后通胀缓慢下行。这种通胀形态对于美联储来说，短期内没有长端利率过快上行的迫切压力，扭转操作的可能性非常低。

2017-2018 年就是一个典型的通胀平顶形态，美国 PPI 同比稳定在 4.5% 左右的中枢平台，美联储将政策利率一路从 0.5% 提高至 2.5%，10 年期美债收益率从最低的 2.05% 升至 3.24%。

图表18: 上一轮扭转操作效果十分显著



资料来源: Wind; 方正证券研究所

图表19: 2017-18 年美国 PPI 同比出现平顶形态



资料来源: Wind; 方正证券研究所

## 5.2 未来需要密切关注核心通胀的走势

本轮通胀上行阶段中表现出明显的三对价格分化：通胀预期快于实际通胀，实际通胀快于核心通胀，基本金属涨价快于原油涨价。分化的核心在于疫情对经济的冲击以及疫情后经济修复节奏，与以往存在显著不同。

目前我们处于实际通胀向通胀预期靠拢、原油价格补涨阶段，对应海外欧美经济出行需求和企业生产加快修复。未来需要密切关注的是核心通胀上行。毕竟疫情后 K 型经济修复，核心通胀更能反应服务业和中小企业生产经营修复程度，中美货币政策均对核心通胀有所关注。

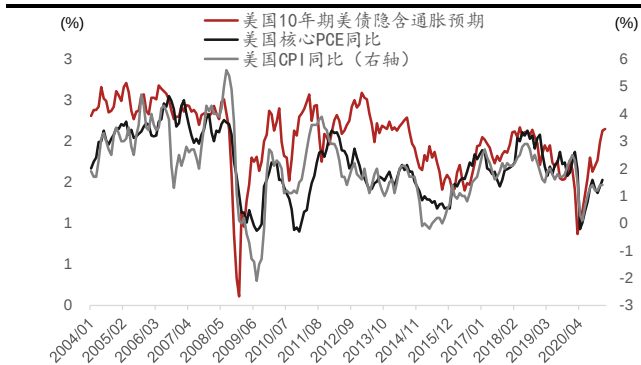
基于美国核心通胀的构成，我们可以用 CPI 中的服装和交通运输分项对核心 PCE 同比进行很好的拟合。疫苗广泛接种或使美国在年中实现群体免疫，出行和社交需求恢复将促使此前低迷的服装和交运价格快速恢复，核心 PCE 同比或在四季度再度回到 2% 水平。

尽管美联储货币政策框架已转向平均通胀目标制，容忍更长期更高的通胀。近期美联储官员频繁表态，不会对临时性的高通胀采取行动，将保持长期的货币宽松。但若未来核心 PCE 同比持续突破 2% 通胀目标，市场或再度反应流动性收紧预期。如果届时失业率也降至 4.5% 左右，美联储将可能提前缩减资产购买规模。

对中国核心通胀而言，去年 7 月至 12 月核心通胀基本维持在 0.5% 水平，未能与 PPI 协同上行。就地过年政策下 1 月核心通胀跌至 -0.3%，服务业通胀更是进一步深跌至 -0.7%。我们理解目前中国 PPI 同比快速上行过程中货币政策阶段性维持相对宽松，其中一个重要原因或在于服务业中小企业依然存在较大融资压力。随着未来核心通胀进一步补

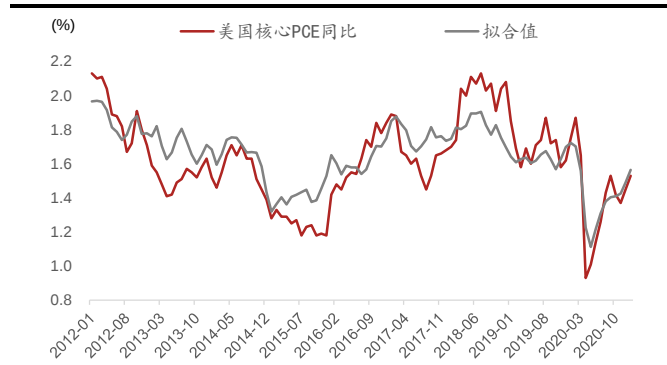
涨，我们认为货币调控将更加从容锚定 PPI。

图表20: 通胀预期早于实际通胀早于核心通胀



资料来源: Wind; 方正证券研究所

图表21: 可用服装和交运价格拟合核心通胀



资料来源: Wind; 方正证券研究所

## 6 附录：中国 PPI 分项构成

中国 PPI 特指工业生产者价格指数,由生产资料和生活资料价格构成。其中生产资料价格占比 75.84%,生活资料价格占比 24.15%。生产资料由采掘 (4.1%)、原材料 (23.3%) 和加工 (48.5%) 三大行业构成,生活资料分为食品 (8.7%)、衣着 (4.9%)、一般日用品 (4.7%) 和耐用消费品 (5.9%)。

PPI 内含 39 个细分行业价格,尽管行业权重并未明确公布,但据国家统计局披露,该权重来源于“工业统计中分行业销售产值数据资料”。根据这一思路,我们以 2019 年各行业主营业务收入作为行业权重构建了一个 PPI 的估计序列。结果表明其与真实 PPI 数据高度一致。因此本文中我们将各行业的主营业务收入视为其在 PPI 中的测算权重。

图表22: 中国 PPI 分项构成

|    |                    |     |                       |                                             |          |            |            |      |
|----|--------------------|-----|-----------------------|---------------------------------------------|----------|------------|------------|------|
| 上游 | 基础部类               |     | 非金属                   | 煤炭                                          | 石油       | 黑色金属       | 有色金属       | 农副食品 |
|    | 生产资料<br>(权重75.84%) | 采掘  | 非金属矿采选业               | 煤炭开采和洗选业                                    | 石油及天然气开采 | 黑色金属矿开采    | 有色金属矿开采    | -    |
|    |                    | 原材料 | 非金属矿物制品业              | 石油煤炭及其他燃料加工业                                |          | 黑色冶炼及延压加工业 | 有色冶炼及延压加工业 |      |
|    |                    | 加工  |                       | 金属制品业、通用设备制造、化学原料及化学制品制造业、电器机械器材制造、农副食品加工业等 |          |            |            |      |
| 下游 | 生活资料 (权重24.15%)    |     | 食品类、衣着类、一般日用品类、耐用消费品类 |                                             |          |            |            |      |

资料来源: Wind; 方正证券研究所

图表23: 2021 年中美通胀预测

|     | 中国 PPI |     |     | 美国 CPI |     |     | 美国 PPI |      |      |
|-----|--------|-----|-----|--------|-----|-----|--------|------|------|
|     | 激进     | 中性  | 保守  | 激进     | 中性  | 保守  | 激进     | 中性   | 保守   |
| 1月  | 0.2    | 0.2 | 0.2 | 1.4    | 1.4 | 1.4 | 2.5    | 2.5  | 2.5  |
| 2月  | 0.4    | 0.4 | 0.4 | 2.4    | 2.4 | 2.4 | 3.0    | 3.0  | 3.0  |
| 3月  | 1.9    | 1.9 | 1.9 | 4.6    | 4.6 | 4.6 | 12.8   | 12.8 | 12.7 |
| 4月  | 5.3    | 5.3 | 4.9 | 8.0    | 8.0 | 6.8 | 27.8   | 27.7 | 22.3 |
| 5月  | 6.8    | 6.5 | 4.9 | 6.1    | 6.1 | 4.8 | 19.9   | 19.6 | 13.6 |
| 6月  | 7.4    | 6.8 | 4.4 | 4.6    | 4.3 | 3.1 | 13.2   | 11.5 | 5.8  |
| 7月  | 7.8    | 6.4 | 3.5 | 4.3    | 3.8 | 2.6 | 11.9   | 8.8  | 3.4  |
| 8月  | 7.7    | 5.3 | 2.6 | 3.9    | 3.6 | 2.5 | 9.8    | 8.0  | 2.9  |
| 9月  | 7.0    | 4.9 | 2.3 | 4.2    | 3.9 | 2.7 | 10.9   | 9.0  | 3.6  |
| 10月 | 7.2    | 5.0 | 2.5 | 3.9    | 3.9 | 2.7 | 9.4    | 8.8  | 3.4  |
| 11月 | 6.6    | 4.7 | 2.2 | 3.4    | 3.7 | 2.6 | 7.2    | 7.9  | 2.7  |
| 12月 | 4.8    | 3.3 | 1.1 | 2.7    | 3.2 | 2.2 | 3.8    | 5.5  | 0.8  |

资料来源: Wind; 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为C3及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；  
 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；  
 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；  
 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；  
 中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；  
 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

|    |                                                                       |                            |
|----|-----------------------------------------------------------------------|----------------------------|
| 地址 | 网址： <a href="https://www.foundersc.com">https://www.foundersc.com</a> | E-mail: yjzx@foundersc.com |
| 北京 | 西城区展览馆路48号新联写字楼6层                                                     |                            |
| 上海 | 静安区延平路71号延平大厦2楼                                                       |                            |
| 深圳 | 福田区竹子林四路紫竹七路18号光大银行大厦31楼                                              |                            |
| 广州 | 黄埔大道西638号农信大厦3A层方正证券                                                  |                            |
| 长沙 | 天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层                                                 |                            |